

О- 794092

На правах рукописи

УДК 338.242

Коновалов Василий Леонидович

**РАЗРАБОТКА МЕТОДОВ УПРАВЛЕНИЯ ОЦЕНОЧНОЙ
СТОИМОСТЬЮ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ**

Специальность 08.00.05

«Экономика и управление народным хозяйством»

Специализация «Экономика, организация и управление
предприятиями, отраслями, комплексами (промышленность)»

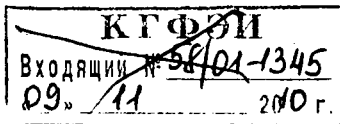
АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук



Москва – 2010



Работа выполнена на кафедре экономики инвестиций Московского
авиационного института (государственного технического университета)

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор
Трошин Александр Николаевич

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор
Терехин Валерий Ильич

кандидат экономических наук, доцент
Синюгейкина Екатерина Гелиевна

Ведущая организация: **МАТИ-РГТУ им. К.Э. Циолковского**

Защита состоится «24» ноября 2010 г. в 16 часов на заседании
диссертационного совета Д 212.125.06 при Московском авиационном
институте (государственном техническом университете) по адресу: 125993, г.
Москва, А-80, ГСП-3, Волоколамское ш., д.4, зал заседаний диссертационного
совета.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Московского
авиационного института (государственного технического университета).

Автореферат разослан «21» октября 2010 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета Д 212.125.06
кандидат экономических наук, доцент

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



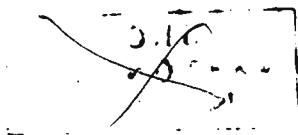
0000715177

К. Б. Доброва

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. В связи с продолжительными рецессионными, или близкими к таковым, явлениями в мировой экономике научный подход к управлению стоимостью промышленных предприятий является одним из наиболее важных элементов противостояния угрозам кризиса для отдельно взятого предприятия как субъекта макроэкономики. Мировой финансовый кризис и последовавший за ним глобальный экономический кризис наглядно продемонстрировали низкий уровень защищенности стоимости российских промышленных предприятий от губительных последствий экономических катаклизмов в мировом масштабе.

Ставка на модернизацию и развитие новых технологий производства для интенсивного повышения производительности труда в целях роста оценочной стоимости требует от предприятий российской промышленности реализации очень объемных и амбициозных программ капиталовложений. Высокая потребность в привлечении внешних источников финансирования определяет активную позицию российских промышленных предприятий рынке корпоративного долга. В условиях благоприятной рыночной конъюнктуры и устойчивом росте финансовых показателей даже стремительное приращение объема долга не всегда вызывает рост долговой нагрузки и снижение показателей финансовой устойчивости промышленных предприятий. Однако в условиях резкого снижения финансовых показателей предприятий и одновременного стремительного удорожания кредитных ресурсов во время активной фазы экономического кризиса, многие российские предприятия оказались в очень тяжелой финансовой ситуации, потеряв при этом значительную часть оценочной стоимости. Экстренные меры правительств ведущих государств мира по прямой поддержке стратегических предприятий и стабилизации кредитных рынков стабилизировали ситуацию, однако основные причины мирового кризиса, подробно рассмотренные в



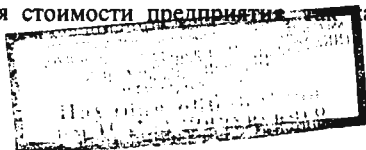
диссертационной работе, по-прежнему, актуальны, что определяет высокую вероятность повторения кризисного сценария в будущем.

Рост оценочной стоимости промышленного предприятия является главной задачей менеджмента и основной целью собственников. Величина оценочной стоимости промышленного предприятия также определяет действия менеджмента во многих областях операционного и стратегического управления предприятием. Основными из них являются: действия предприятия на рынке слияний и поглощений, проведение крупных сделок, решение правовых вопросов, деятельность на кредитном рынке, определение политики управления структурой капитала и ряд других.

Посткризисный период развития экономики характеризуется сохранением высоких кредитных и инвестиционных рисков, что является прямой угрозой разрушительного влияния на оценочную стоимость промышленных предприятий. В этих условиях возникает потребность в целенаправленном управлении стоимостью промышленных предприятий.

Однако недостаточно разработаны методы управления стоимостью промышленных предприятий, а существующие методы недостаточно развиты и адаптированы к применению в промышленности РФ, что определяет актуальность и своевременность темы диссертационного исследования.

Степень разработанности проблемы. Вопросы определения оценочной стоимости предприятия детально рассмотрены в фундаментальных трудах зарубежных авторов, посвященным корпоративным финансам и инвестиционной оценке. Наиболее полно оценка стоимости предприятия нашла отражение в трудах зарубежных авторов Г. Александера, Р. Брейли, А. Дамодарана, С. Майерса, М. Миллера, Д. Модильяни, Ю. Фамы, У. Шарпа. Проблематике инвестиционной оценки в России посвящены работы А. Ю. Андрианова, С. В. Валдайцева, А. Г. Грязновой, В. В. Ковалева, Е. В. Чирковой. Однако инвестиционная оценка вне зависимости от применения существующих на сегодняшний день оценочных моделей является субъективным инструментом определения стоимости предприятия, так



опирается на значительное количество входных параметров, выбор которых зависит от позиции аналитика-оценщика. К результату инвестиционной оценки, выраженному в конкретных цифрах, менеджменту промышленного предприятия следует подходить очень осмотрительно, так как от степени либеральности или консерватизма аналитика существенно зависит абсолютное выражение стоимости предприятия.

Теоретические исследования в области методов управления стоимостью промышленных предприятий пока не получили широкого распространения. Вместе с тем, следует признать, что рядом ученых: П. А. Дрогозовом, В. В. Криворотовым, О. В. Мезенцевой, И. А. Никоновой, В. И. Фомкиной получены ценные теоретические и практически применимые локальные результаты в рассматриваемой и примыкающих областях, которые могут быть использованы в качестве базы для разрабатываемых в рамках исследования методов управления оценочной стоимостью промышленных предприятий.

Существующие методы формируют основные положения современной концепции управления стоимостью предприятия (УСП) и ориентированы на внутреннюю среду, рассматривая вопросы управления финансовыми показателями, являющимися факторами стоимости предприятия, а также производственные способы воздействия на стоимость предприятия. Вместе с тем, существующие методы обладают рядом существенных недостатков: базируются на информации субъективного характера, трудоемки, их эффективность может быть подтверждена только по истечении длительного интервала времени, слабо учитывают изменение внешней среды предприятия, капиталоемки, не способны защитить стоимость от проявлений кризиса, усложнено моделирование их применения с использованием сравнительных методов. Таким образом, недостатки существующих методов управления оценочной стоимостью предприятий говорят о низкой теоретической проработке данного вопроса и обуславливают необходимость дальнейших исследований в данной области.

Это определяет потребность в научных теоретических разработках построения эффективных методик управления стоимостью промышленного предприятия, одновременно учитывающих их экономическое содержание, а также в эмпирических исследованиях, посвященных вопросам их практического применения. Осуществление данных исследований является необходимым условием взвешенного внедрения методов научного управления оценочной стоимостью промышленных предприятий, органично дополняющих существующие методы и сглаживающих их недостатки, в практику стратегического управления промышленными предприятиями.

Вышеизложенное позволяет заключить, что методы управления оценочной стоимостью предприятия еще недостаточно изучены и требуют активного внимания. Объективная необходимость научного осмысления и комплексного анализа подходов к разработке методов управления стоимостью определили выбор темы диссертационного исследования, а также его цели, задачи, структуру и содержание исследования.

Цель диссертационного исследования заключается в теоретическом обосновании и разработке эффективных методов управления оценочной стоимостью промышленного предприятия, позволяющих менеджменту генерировать дополнительную стоимость для акционеров, а также дополнительную выгоду для промышленных предприятий при всех корпоративных действиях, связанных с проведением инвестиционной оценки.

Для достижения указанной цели были сформулированы и решены следующие задачи:

1. проведен анализ и систематизация существующих подходов к управлению оценочной стоимостью промышленных предприятий, а также выявлена актуальность управления оценочной стоимостью для промышленных предприятий;
2. определены особенности, противоречия и области, требующие дополнительной проработки, теории инвестиционной оценки, а также их

воздействие на предприятия промышленности в аспекте управления стоимостью;

3. разработаны методы управления стоимостью промышленных предприятий и универсальные механизмы их взаимодействия с использованием инструментария финансового рынка;

4. разработан алгоритм реализации предложенных методов по управлению оценочной стоимостью промышленного предприятия;

5. проведено программное моделирование пошагового алгоритма взаимодействия разработанных методов управления оценочной стоимостью на примере одного из промышленных предприятий;

6. проведена оценка эффективности разработанных методов управления оценочной стоимостью промышленных предприятий с использованием количественных методов.

Объектом исследования являются предприятия промышленности, зарегистрированные в форме открытых акционерных обществ.

Предметом исследования выступают методы управления оценочной стоимостью промышленных предприятий на основе инструментария финансового рынка.

Информационная база исследования включает данные информационно-аналитических агентств «Bloomberg», «Reuters», «СПАРК», Фондовой биржи РТС, Московской Межбанковской Валютной Биржи, Центрального Банка Российской Федерации, Министерства Экономического Развития Российской Федерации, официального веб-сайта Стальной Группы «Мечел» и другие источники.

В качестве **методологической основы исследования** используются: системный подход, методы обобщения и сравнения, методы статистического и вероятностного анализа, количественные методы.

Теоретической основой работы являются общепризнанные положения теории управления предприятиями народного хозяйства, теории инвестиционной оценки, а также финансовой инженерии, теории риск-

менеджмента, финансового менеджмента, финансовых рынков, в том числе рынка ценных бумаг. При решении конкретных задач использовались методы теории инвестиционной оценки и количественного анализа эффективности, а также концепции компьютерного моделирования финансовых рынков, предложенные и обоснованные рядом ученых в области финансового рынка.

В соответствии с поставленными задачами в диссертации получены научные результаты, выносимые на защиту:

1. обоснована необходимость стратегически ориентированного управления оценочной стоимостью промышленных предприятий;
2. созданы системные классификации основных проблем и противоречий теории инвестиционной оценки в аспекте их воздействия на управление стоимостью;
3. установлена статистическая зависимость финансовых инструментов, отражающих стоимость привлечения заемного капитала промышленного предприятия с индексами долевых ценных бумаг и возможность ее использования при разработке методов управления оценочной стоимостью промышленных предприятий;
4. разработана новая структура принятия решений в области разработки стратегии формирования и управления финансовым резервом для управления оценочной стоимостью промышленных предприятий;
5. создан механизм интеграции управления процессом резервирования с системой заемного финансирования промышленных предприятий для управления их стоимостью;
6. разработан организационно-экономический механизм управления оценочной стоимостью промышленного предприятия;
7. разработаны экономико-математические методы принятия решений о структуре, объемах и стратегии управления средствами резерва при реализации методов управления оценочной стоимостью предприятия.

Научная новизна исследования заключается в том, что автором разработаны эффективные методы управления оценочной стоимостью

промышленных предприятий. Наиболее существенные элементы приращения научного знания, полученные лично автором, состоят в следующем:

1. Выявлены и определены основные противоречия теории инвестиционной оценки для промышленных предприятий, а также исследован и описан механизм их воздействия на управление оценочной стоимостью промышленного предприятия.

2. Разработан комплекс методов по целенаправленному управлению оценочной стоимостью промышленных предприятий с использованием инструментария финансового рынка.

3. Выявлена устойчивая статистическая зависимость финансовых инструментов, отражающих стоимость привлечения заемного капитала промышленных предприятий с индексами долевых ценных бумаг и возможность ее использования при разработке методов управления стоимостью промышленных предприятий.

4. Предложен новый подход к осуществлению процесса резервирования, позволяющий открыть новые возможности в управлении стоимостью предприятий промышленности.

5. Разработан алгоритм реализации разработанных методов управления оценочной стоимостью предприятий с использованием инструментария финансового рынка.

6. В целях реализации методов управления оценочной стоимостью предприятия разработана стратегия управления средствами резерва на рынке ценных бумаг, удовлетворяющая требованиям и ограничениям для промышленного предприятия.

Результаты исследования соответствуют Паспорту специальности 08.00.05 – «Экономика и управление народным хозяйством».

Достоверность и обоснованность результатов, выносимых на защиту, обеспечена применением научной методологии; использованием классических достижений инвестиционной оценки, прикладной статистики, теории оптимизации, методологии эмпирического анализа; представительным

объемом официальной информации о финансах промышленного предприятия и финансовых инструментах.

Теоретическая значимость исследования состоит в том, что разработанные методы управления стоимостью позволяют определить новую область применения инструментария финансового рынка в разрезе управления оценочной стоимостью промышленных предприятий. Выявление корреляционной зависимости динамики индексов акций и стоимости кредитования предприятий открывает новые возможности для интеграции нескольких областей научного знания в экономике. Основные положения и выводы, содержащиеся в диссертации, могут быть использованы при дальнейшем развитии дисциплин «Стратегического менеджмента», «Финансов Корпораций», «Финансового менеджмента», «Рынка ценных бумаг» и для повышения квалификации менеджмента промышленных предприятий.

Практическая значимость исследования заключается в возможности использования разработанных методов управления стоимостью для увеличения оценочной стоимости промышленных предприятий, а также в целях обеспечения сопутствующего экономического эффекта, связанного, в частности, с укреплением их финансовой устойчивости.

Апробация и реализация результатов исследования. Основные теоретические и прикладные результаты диссертационной работы были доложены и положительно отмечены на Научно-практической конференции молодых ученых и студентов МАИ «Инновации в авиации и космонавтике – 2010», интернет-конференции «Эффективные решения на рынке ценных бумаг для предприятий реального сектора экономики» ИХ «Финам», 2009 г., а также на заседаниях кафедры «Экономики инвестиций» Московского Авиационного Института (Государственного Технического Университета).

Результаты исследований, проведенных в диссертационной работе, рассмотрены профессиональными участниками рынка ценных бумаг, имеющими лицензию на осуществление доверительного управления, где

получили положительную оценку.

Основные результаты и методический материал, полученные в ходе исследования, используются в процессе управления оценочной стоимостью предприятиями ГК «Ренова», в числе которых: ОАО «ТНК-ВР», ОАО «РУСАЛ» и ОАО «Международный аэропорт Кольцово»; а также в деятельности профессионального участника рынка ценных бумаг ООО Управляющей Компании «Финам-Менеджмент».

Публикации. По теме диссертационного исследования автором опубликовано 5 научных работ объемом 4,17 п.л., в том числе 2 статьи в научных рецензируемых журналах, определенных Перечнем ВАК Министерства образования и науки Российской Федерации.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и 8 приложений. Общий объем диссертации 220 страниц.

2. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ДИССЕРТАЦИИ

Во введении обоснован выбор темы исследования, ее актуальность и практическая значимость, изложены цель, задачи и методы исследования, определены объект и предмет, методологические и теоретические основы, а также выявлены научная новизна и практическая значимость работы, сформулированы основные положения, выносимые на защиту, приведены данные о публикациях и внедрении.

В первой главе «Теоретические аспекты оценки стоимости и ее актуальность для промышленных предприятий» приведен анализ существующих методов инвестиционной оценки и управления стоимостью предприятий, а также выявлены основные противоречия теории инвестиционной оценки, в результате чего определено, что, несмотря на длительную историю и достаточное количество фундаментальных научных трудов в данной области, существует еще ряд нерешенных задач.

Анализ тенденций развития методов управления оценочной стоимостью промышленных предприятий в современной российской промышленности показал низкую степень теоретической проработки данного вопроса и его практического применения. Существующие методы управления оценочной стоимостью промышленных предприятий формируют концепцию УСП. Их совокупность условно можно разделить на две категории: методы, базирующиеся на формировании управленческого процесса в отношении ключевых факторов стоимости (EVA, ROI, NPV, ROA, EPS) и производственные методы, создающие стоимость за счет реализации программ капиталовложений и НИОКР с модернизацией существующих и внедрением новых производств. Существующие методы управления стоимостью предприятия характеризуются наличием сильных сторон и существенных недостатков:

Таблица 1

**Характеристика существующих методов управления оценочной
стоимостью предприятий**

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none"> • позволяют воздействовать на стоимость предприятия за счет увеличения эффективности основного вида производства; • понятны менеджменту предприятия; • имеют численное выражение; • позволяют контролировать эффективность всех подразделений предприятия с точки зрения создания стоимости; • могут быть рассмотрены в динамике. 	<ul style="list-style-type: none"> • базируются на информации субъективного характера, поэтому не всегда приводят к желаемому результату; • трудоемки; • эффективность внедрения может быть проанализирована только на длительном интервале времени; • слабо учитывают изменение внешней среды предприятия; • капиталоемки; • не призваны защитить стоимость предприятия от негативного воздействия кризисных явлений; • усложнен анализ эффективности при моделировании с использованием сравнительных методов

Весомость недостатков существующих методов определяют потребность в научных теоретических разработках построения эффективных методик управления стоимостью промышленных предприятий, а также в эмпирических исследованиях, посвященных вопросам их практического

применения. К недостаткам и противоречиям инвестиционной оценки следует отнести следующие:

Таблица 2

**Основные недостатки и противоречия в теории инвестиционной оценки,
искажающие определение оценочной стоимости предприятия**

Наименование	Описание
1. Вопрос вечной эффективности рынка капитала	Большинство законов инвестиционной оценки предполагают в качестве необходимого условия их применимости существование вечно эффективного рынка, что не всегда подтверждается в реальности, например, в периоды кризисов
2. Вопрос определения оптимального количества входных параметров оценочной модели	Излишнее обобщение оценочной модели при минимизации количества предположений приводит к отсутствию учета факторов, влияющих на оценочную стоимость предприятия, в результате, к слишком укрупненной оценке. Если детализировать модель и учесть максимальное количество факторов, то придется оперировать слишком сложной моделью, что вызовет погрешность в оценке
3. Парадокс использования рыночных оценок компонент структуры капитала	В научных трудах рекомендуется использовать рыночные оценки величины долга и собственного капитала при определении структуры капитала. Однако рыночная оценка величины собственного капитала более изменчива в сравнении с заемным в связи с более высокой волатильностью. Значит, изменение рыночной стоимости акций предприятия на фондовом рынке приводит к изменению структуры капитала
4. Изменение котировок акций предприятия на фондовом рынке воздействует на его оценочную стоимость	В связи с изменением соотношения собственного и заемного капитала предприятия, стоимость которых различна, изменится величина нормы дисконта в оценочной модели, а, следовательно, и оценочная стоимость предприятия. Данную закономерность невозможно объяснить причинами фундаментального характера
5. Проблема учета премии за риск инвестирования в капитал предприятия на развивающихся рынках	Наиболее совершенная модель CAPM не учитывает дополнительную волатильность развивающегося рынка, а суверенные риски относит на повышенную доходность государственных облигаций. Таким образом, даже модель CAPM в полной мере применима только для оценки активов на развитых рынках и требует корректировок на повышенную волатильность развивающихся рынков акций
6. Проблема расчета фундаментально обоснованной «беты» для промышленного предприятия	Невозможно достоверно определить, какой временной интервал и период для формирования массива значений лучше использовать для расчета СКО акций исследуемого предприятия и бенчмарка. При использовании различных вариантов будут получаться разные значения «беты», что повлияет на результат оценки
7. Проблема учета специфических рисков	На практике сложно определить доходность, требуемую за специфический риск кредиторами. Дело в том, что

промышленного предприятия	финансовый анализ не может учитывать различных специфических рисков предприятия, имеющих экспертную оценку
8. Проблема определения величины денежного потока в нулевой период в качестве базы для построения прогноза FCFE	Последний отчетный период может оказаться аномально удачным или неудачным для предприятия и не отражать показатель общего тренда его развития. Очевидно, что существует необходимость нормирования денежного потока в нулевой период оценочной модели

Выявленная высокая степень субъективности компонент оценочной стоимости на практике является одним из основных сдерживающих факторов для активного развития существующих методов управления оценочной стоимостью промышленных предприятий.

Кроме определения основной задачи менеджмента в виде увеличения стоимости предприятия, проведенный анализ также показал актуальность управления оценочной стоимостью при решении разнообразных задач промышленных предприятий: повышения рыночной капитализации, достижения выгодных условий при проведении IPO, использования при решении правовых вопросов согласно законодательству в области акционерных обществ РФ, а также при осуществлении сделок слияния и поглощения, предоставлении акционерного капитала в качестве обеспечения по кредитам и займам, воздействия на политику управления целевой структурой капитала. В главе также осуществлен анализ воздействия мирового финансово-экономического кризиса на стоимость предприятий промышленного сектора народного хозяйства РФ. Несмотря на ключевой характер задачи максимизации стоимости предприятия, существующие методы управления оказались не способны противодействовать угрозам кризиса, что отразилось в резком снижении оценочной стоимости российских промышленных предприятий во время его активной фазы:

Таблица 3

Механизм воздействия активной фазы финансово-экономического кризиса на стоимость предприятий российской промышленности

Причины	Последствия
1. Стагнация на кредитных рынках и сворачивание кредитования реального	1. Резкое снижение финансовой устойчивости вплоть до прямой угрозы

сектора экономики банковским сектором	банкротства
2. Острый дефицит источников финансирования для промышленного сектора	2. Проблемы с рефинансированием существующего долга. Снижение программ капиталовложений, сокращение оборотных средств, продажа части основных фондов
3. «Замораживание» финансирования инвестиционных программ, внедрение программ оптимизации расходов	3. Принятие экстренных мер: рефинансирование долга по кризисным ставкам
4. Массовые увольнения и рост безработицы	4. Резкое снижение расходов. Падение потребительского и промышленного спроса на товары и услуги
5. Снижение загрузки производственных мощностей. Закрытие менее рентабельных производств	5. Снижение объемов продаж и цен реализации продукции предприятий промышленного сектора
РЕЦЕССИЯ	РЕЗКОЕ СНИЖЕНИЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

Таким образом, в первой главе выявлена проблематика и обоснована потребность в разработке методов управления оценочной стоимостью промышленных предприятий.

Во второй главе «Разработка методов управления оценочной стоимостью предприятий промышленности с использованием инструментов финансового рынка» разработан механизм взаимодействия совокупности отдельных методов, предлагаемых автором в качестве мер по увеличению оценочной стоимости промышленного предприятия, на основе выявленных недостатков существующих методов, а также статистической взаимозависимости финансовых инструментов.

В главе идентифицирована статистическая зависимость динамики финансовых инструментов: 6-месячных ставок МБК, котировок кредитно-дефолтных свопов России (CDS Russia), являющихся индикатором кредитных рисков в экономике страны и отражающих стоимость привлечения заемного финансирования промышленным сектором, с индексом акций ММВБ: коэффициент корреляции $CDS/МБК = 0,78$; коэффициент корреляции $CDS/Индекс ММВБ = -0,82$; коэффициент корреляции $МБК/Индекс ММВБ = -0,68$.

Таким образом, при росте суверенных кредитных рисков и стоимости заимствования для предприятий промышленности, котировки акций на фондовом рынке снижаются, и наоборот. В исследовании предложено использовать данную зависимость в качестве основной идеи осуществления

механизма резервирования и размещения средств резерва в долевых ценных бумагах при разработке методов управления оценочной стоимостью промышленных предприятий.

Эффективность применения резервирования как инструмента управления стоимостью предприятия зависит от выполнения ряда ограничений:

- формирование резерва должно осуществляться в условиях стабильности на кредитном рынке (CDS Russia находятся не выше средних исторических значений);
- в целях предотвращения негативного воздействия на уровень финансовой устойчивости предприятия, от которого зависит стоимость капитала в оценочной модели, средства резерва следует размещать в активах, соответствующих критерию «краткосрочных финансовых вложений»;
- целевая доходность от управления средствами резерва должна быть не ниже средней операционной рентабельности и стоимости привлечения кредитования промышленным предприятием;
- размер средств резерва не должен превышать уровень краткосрочной задолженности предприятия и, при этом, должен соответствовать уровню ликвидности финансовых инструментов, в которых он размещается.

Предлагаемая концепция резервирования позволяет использовать временную неэффективность кредитного рынка для относительного роста показателей финансовой устойчивости промышленного предприятия при использовании средств резерва в качестве замещения альтернативы получения кредита (при всплеске стоимости кредитования, погашении проблемной задолженности, при отсутствии возможности рефинансирования долга) для финансирования операционной деятельности, капиталовложений или при обратном выкупе облигаций с открытого рынка (см. Рис. 1).

Выполнение менеджментом промышленного предприятия данных действий позволяет оказать положительное воздействие на стоимость заемного капитала при расчете нормы дисконта денежных потоков в доходном подходе к оценке, что наряду с высокой ставкой доходности на

инвестированный капитал резерва вызывает ошутимое увеличение оценочной стоимости предприятия (рис. 2).

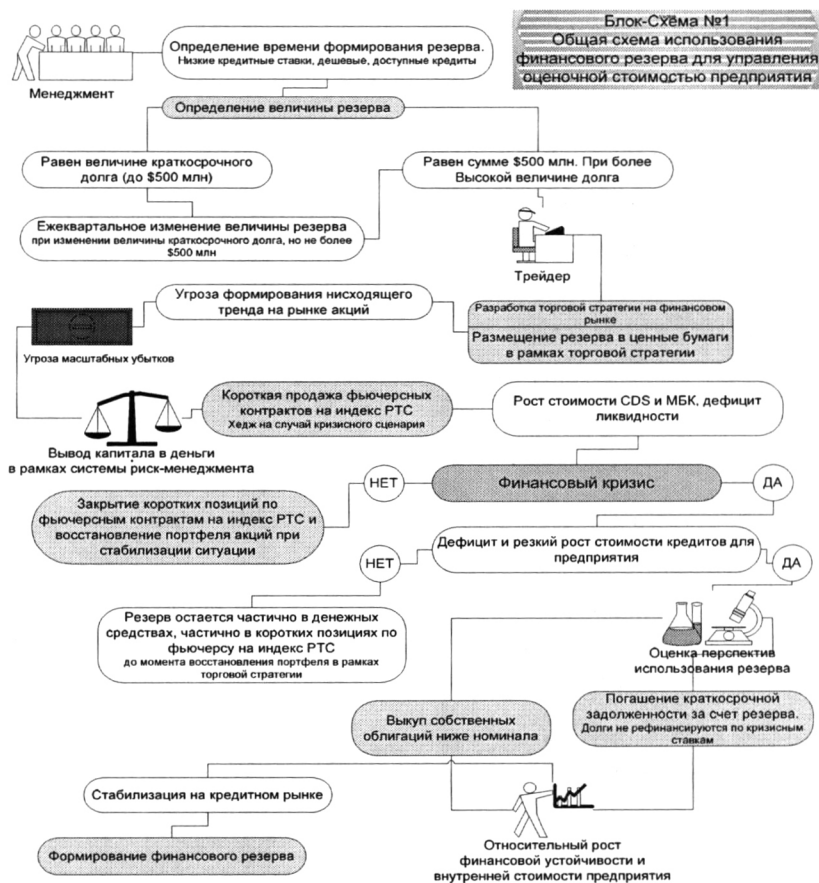


Рис. 1. Механизм осуществления резервирования для управления оценочной стоимостью промышленного предприятия

$$EV = \frac{\sum_{i=1}^I \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i}}{WACC} + \frac{FCFF_{i+1}}{WACC_{i+1}} - ND \quad (1)$$

где EV (Estimated Value) – оценочная стоимость предприятия;

$FCFF$ – свободный денежный поток на предприятие;

$WACC$ – средневзвешенная стоимость капитала;

ND (Net Debt) – чистый долг предприятия.

$$ND = GD - CASH, \quad (2)$$

где GD (*Gross Debt*) – величина валового долга;

$CASH$ – денежные средства и эквиваленты (M_3).

Воздействие разработанных методов управления на величину оценочной стоимости промышленного предприятия математически выглядит следующим

$$\text{образом: } EV' = \frac{\sum_{i=1}^t \frac{FCFF_i}{(1+WACC \times K_{pd})^i}}{WACC} + \frac{FCFF_{i+1}}{WACC \times K_{pd}} - ND', \quad (3)$$

где K_{pd} – коэффициент изменения риска дефолта предприятия;

ND' – модифицированное значение чистого долга в связи с приростом капитала при управлении средствами резерва.

$$K_{pd} = \frac{R_{(2)кп}^{кп}}{R_{(1)кп}^{кп}}, \quad (4)$$

где $R_{кп}^{кп}$ – уровень типовых процентных ставок для промышленного предприятия с кредитным рейтингом, определяемым значением коэффициента процентного покрытия при использовании разработанных методов управления стоимостью (2) и без их использования (1).

$$ND' = GD - CASH + Re_1 - Re_2, \quad (5)$$

где Re_1 – объем средств резерва, затраченных при его формировании;

Re_2 – объем средств резерва к моменту оценки после реализации инвестиционной стратегии по управлению его средствами.

Выполнение ограничения в отношении высокого уровня ожидаемой доходности от размещения средств резерва требует разработки эффективной инвестиционной стратегии по управлению ими на финансовом рынке. Несмотря на стохастический характер большинства процессов на фондовом рынке, научно обосновано существование ряда закономерностей, например, инерции рыночных процессов. Так, У. Шарпом было установлено, что включение в портфель активов с низкой корреляцией друг к другу способно создать эффект диверсификации и снизить совокупный риск портфеля. Следуя научному подходу к формированию структуры портфеля ценных

бумаг инвестиционной стратегии, в диссертации предложен многоуровневый отбор активов:

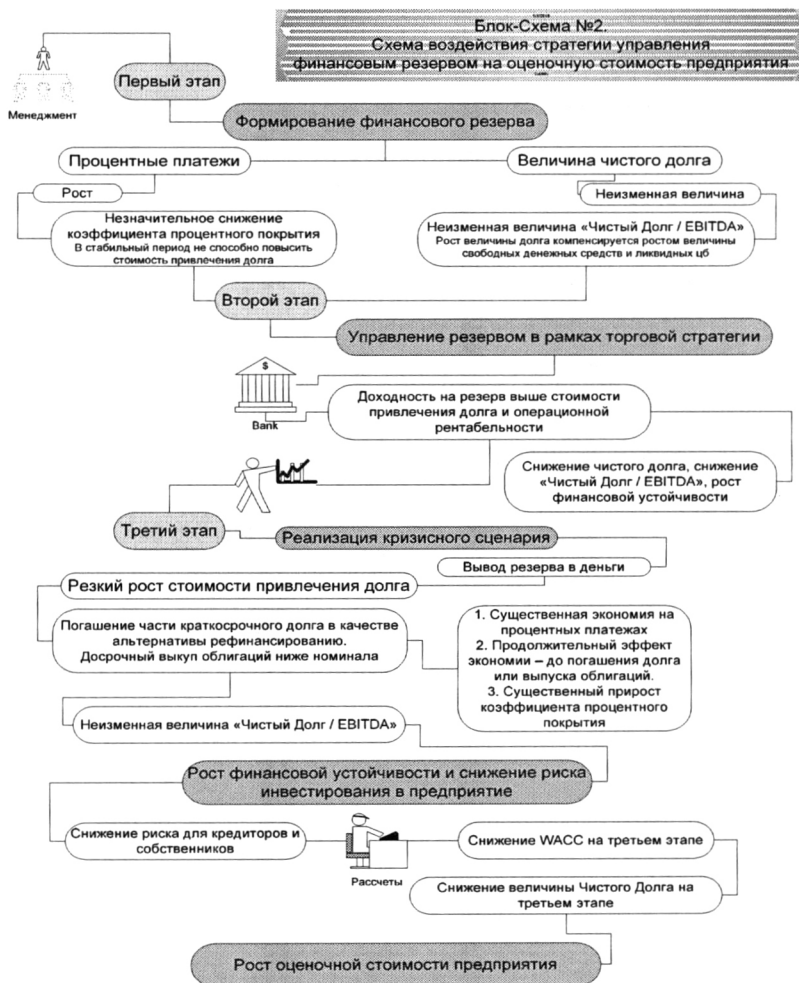


Рис. 2. Схема воздействия разработанной системы резервирования на оценочную стоимость промышленного предприятия

- **Первый этап отбора: «по ликвидности».** Наиболее перспективные и, одновременно, удовлетворяющие требованию ликвидности акции включаются в фондовые индексы, такие, например, как индекс ММВБ.

Поэтому при построении стратегии в исследовании используются только акции, обладающие наибольшим весом в индексе ММВБ при отсеивании трети акций из состава индекса с наименьшими весами.

- **Второй этап отбора: «по инерции».** Ценные бумаги, обладавшие наилучшим соотношением волатильности и среднего дохода в недавнем прошлом, статистически, продолжают данную тенденцию некоторое время. Поэтому в исследовании выбор ограничивается только половиной из отобранных на первом этапе акций, обладающих лучшим соотношением «средняя доходность/волатильность» за последний отчетный квартал.

- **Третий этап отбора: «по корреляции».** Происходит отсеивание трети ценных бумаг, обладающих наибольшим суммарным коэффициентом попарной корреляции к остальным акциям, прошедшим два этапа отбора.

Определение структуры портфеля ценных бумаг не может быть статично в связи с изменением рыночных процессов. Поэтому в исследовании предложено производить пересмотр состава портфеля ежеквартально.

Ретроспектива фондового рынка подтверждает эффективность разработанного в диссертации подхода к формированию портфеля ценных бумаг. Однако проявление неэффективности финансовых рынков в условиях масштабных кризисов приводит к массовой распродаже финансовых активов, что определяет отсутствие способности эффективного отбора активов в кризисных условиях защитить средства резерва от существенных финансовых потерь и необходимость разработки системы хеджирования.

В основу предложенного в исследовании механизма хеджирования легли научные разработки компании «J. P. Morgan Chase» в области риск-менеджмента, известные как метод «VaR» (Value at Risk). При синхронизации требований защиты капитала в условиях неэффективности рынка и необходимости использовать средства резерва для финансирования потребностей промышленного предприятия при дефиците кредитования рассмотрена система хеджирования со следующими оптимизируемыми параметрами: уровень защитной продажи активов, количество торговых

сессий при стабилизации VaR перед обратной покупкой и уровень значимости VaR. Проведенный в главе анализ статистической оптимизации данных параметров показал наличие набора их значений, формирующего устойчивые области наилучших результатов инвестиционной стратегии, как по риску, так и по доходности (рис. 3). При осуществлении дальнейшего анализа использованы значения системы хеджирования, обеспечивающие среднеарифметический прирост капитала из области устойчивых оптимальных результатов. Дополнительное применение хеджирования путем осуществления короткой продажи фьючерсов на индекс РТС, объем контрактов которых идентичен СЧА резерва, в период вывода капитала из активов в денежные средства позволяет добиться дополнительного улучшения параметров инвестиционной стратегии (рис. 4).

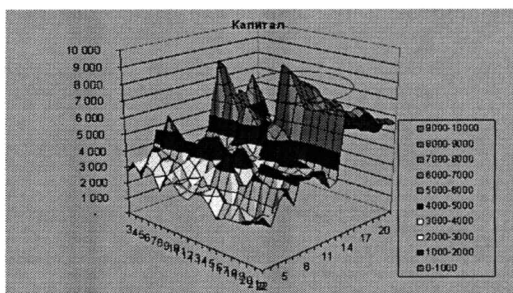


Рис. 3. Распределение доходности инвестиционной стратегии в зависимости от параметров системы хеджирования



Рис. 4. Сравнительная динамика доходности инвестиционной и индекса ММВБ

Механизм разработанной в главе инвестиционной стратегии выглядит следующим образом (рис. 5):

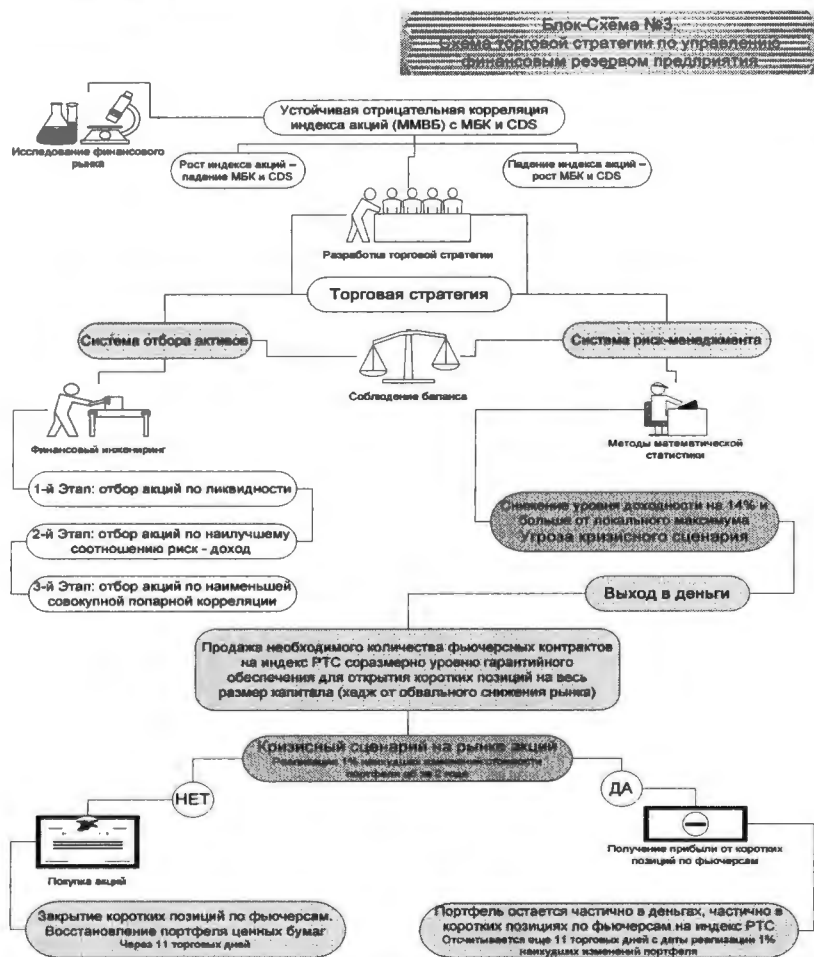


Рис. 5. Схема реализации инвестиционной стратегии по управлению средствами финансового резерва промышленного предприятия

Наиболее существенный вес в структуре российского ВВП среди отраслей, в меньшей степени подверженных государственному регулированию, и, соответственно, наиболее типично пострадавших от кризисных явлений, имеет горно-металлургический сектор промышленности.

В ходе проведенного анализа установлено, что внутри сектора наиболее подходящим для анализа к настоящему моменту предприятием является Стальная Группа «Мечел», которая использована в качестве основы для проведения дальнейших исследований.

Таким образом, во второй главе разработана совокупность методов по управлению оценочной стоимостью промышленного предприятия, ориентированных на внешнюю среду, способных оказывать сдерживающее воздействие на оценочную стоимость в кризисные периоды и позволяющих моделировать оценку их эффективности сравнительными методами, чтобы избежать воздействия субъективных параметров оценочных моделей. То есть, разработанные методы управления оценочной стоимостью промышленных предприятий позволяют сгладить недостатки существующих методов в рамках концепции УСП и органично их дополнить.

В третьей главе «Расчет оценочной стоимости и анализ эффективности разработанных методов управления стоимостью промышленных предприятий на примере Стальной Группы «Мечел» произведена оценка стоимости Стальной Группы «Мечел» с использованием доходного подхода методом FCFF в реалистичном, консервативном, оптимистичном вариантах, а на ее основе показано воздействие субъективного фактора оценки на существующие методы управления и анализ эффективности разработанных в исследовании методов управления стоимостью промышленных предприятий.

Субъективное толкование аналитиком-оценщиком противоречий, выявленных в первой главе диссертации, способно варьировать значения оценочной стоимости промышленного предприятия в широком диапазоне, по крайней мере, от \$5,6 млрд в консервативном варианте и \$11,4 млрд в реалистичном до \$13,4 млрд при наиболее либеральном подходе для Стальной Группы «Мечел». Высокая величина разброса оценочных значений стоимости предприятий при использовании субъективной информации определяет высокий риск неверного толкования результатов применения

предприятием существующих методов управления стоимостью, что может привести к непредсказуемым результатам в рамках концепции УСП.

Осознание высокой степени относительности результатов инвестиционной оценки, а также способность применить методы управления стоимостью, эффективность которых может быть проверена моделированием с использованием сравнительного подхода, является залогом верного определения их эффективности. Верификация разработанных методов управления оценочной стоимостью промышленного предприятия путем апробации их инструментария и последующего анализа результатов на примере Стальной Группы «Мечел» показала их применимость и высокую эффективность при моделировании их применения с использованием сравнительного подхода. В частности, за счет достижения эффекта, выраженного ростом финансовой устойчивости предприятия, а именно, через коэффициенты «процентного покрытия» и «Чистый Долг / EBITDA», удалось добиться снижения величины WACC, используемой в качестве нормы дисконта прогнозных денежных потоков в модели FCFF, на 17,65% для 2011 и 5% для 2012 прогнозных лет в сравнении с базовым вариантом оценочной модели. А за счет прироста капитала средств финансового резерва в результате реализации эффективной инвестиционной стратегии удалось добиться сравнительного снижения величины чистого долга Стальной Группы «Мечел» на \$533 млн.

Таким образом, от внедрения предложенного в диссертации инструментария удалось добиться существенного роста оценочной стоимости предприятий, который на примере Стальной Группы «Мечел» составил \$932,5 млн или 8,19% в сравнении с базовым вариантом оценки, что иллюстрирует высокую степень эффективности разработанных методов управления оценочной стоимостью промышленных предприятий. Вместе с тем, разработанные методы являются достаточно трудоемкими и требуют от управляющего персонала промышленного предприятия наличия специальных глубоких знаний в области финансовых рынков. Поэтому в исследовании

промышленному предприятию предлагается делегировать функции по формированию и управлению средствами финансового резерва профессиональным участникам финансового рынка, Управляющим Компаниям.

В **Заключении** сформулированы основные научные положения исследования, выводы и рекомендации:

1. Проведенный анализ и систематизация существующих подходов к управлению оценочной стоимостью промышленных предприятий позволил выявить их несовершенство и низкую степень адаптации к особенностям промышленного сектора экономики РФ, а выявленная актуальность управления оценочной стоимостью определила высокую степень важности данного вопроса для промышленных предприятий.

2. Определение особенностей, противоречий и областей, требующих дополнительной проработки, теории инвестиционной оценки, а также их воздействия на предприятия промышленности в аспекте управления стоимостью позволило выявить высокую степень воздействия субъективных параметров оценки на существующие методы управления стоимостью промышленных предприятий.

3. Изучение механизма образования современного экономического кризиса и основных тенденций мировой и российской экономики выявило основные факторы современного воздействия макроэкономических факторов на оценочную стоимость предприятий промышленного сектора, а также необходимость учета данных особенностей при управлении ее величиной.

4. Разработаны методы управления стоимостью промышленных предприятий и универсальные механизмы их взаимодействия с использованием инструментария финансового рынка, адаптированные к воздействию на предприятие агрессивной внешней среды.

5. Разработан алгоритм реализации предложенных методов по управлению оценочной стоимостью промышленного предприятия,

оптимизирующий управленческие решения в области финансирования и осуществления портфельных инвестиций на финансовом рынке.

6. Проведение программного моделирования с использованием сравнительного подхода пошагового алгоритма взаимодействия разработанных методов управления оценочной стоимостью промышленных предприятий на примере Стальной Группы «Мечел» выявило их высокую эффективность количественными методами.

Предложены дальнейшие направления исследования и разработки методов управления стоимостью промышленных предприятий.

Разработанные в диссертационном исследовании методы управления оценочной стоимостью промышленных предприятий носят универсальный характер и могут быть применены с необходимыми корректировками и доработками в различных отраслях промышленного сектора экономики РФ.

РЕЗУЛЬТАТЫ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ ОПУБЛИКОВАНЫ В СЛЕДУЮЩИХ РАБОТАХ:

Статьи в журналах, аттестованных ВАК:

1. Коновалов В. Л., Справедливая стоимость собственного капитала: краеугольный камень эффективности инвестиционных проектов в промышленности в условиях кризиса // Вестник Московского Авиационного Института, Том 16, №4, стр. 85-94 – М.: 2009 г. – 0,92 п. л.

2. Коновалов В. Л., Глобальный экономический кризис: причины и возможные пути его преодоления // Научно-практический и теоретический журнал «Финансы и кредит», выпуск №34(370) сентябрь 2009 г., - 0,71 п.л.

Статьи и материалы конференций:

3. Коновалов В. Л., Российский бизнес: борьба за выживание в терниях кризиса // Научный и информационно-аналитический экономический журнал «ЭТАП: Экономическая Теория, Анализ, Практика», №1, ноябрь-декабрь 2009 г., стр. 40-64 – М.: - 1,25 п.л.

4. Коновалов В. Л., Риск банкротства предприятия: как его измерить? // Сборник научных статей Кафедры «Экономики инвестиций» Инженерно-Экономического Института к 80-летию МАИ, стр. 49-56 – М.: 2010 г., - 0,59 п.л.

5. Коновалов В. Л., Глобальный финансовый кризис: стратегии выхода // Методический журнал «Международные банковские операции», №2/2009 (30), стр. 26-34 – М.: 2009 г., - 0,71 п.л.

Отпечатано в типографии «Реглет»
119526, г. Москва, пр-т Вернадского, 39
(495) 363-78-90; www.reglet.ru

16 2